



金属, 采矿, 制品/原材料

黄河旋风 (600172)

向多业务模式转型, 业绩稳步增长

桑永亮
 021-38676052
 sangyongliang@gtjas.com
 编号 S0880511010034

本报告导读:

金刚石单晶产能保持 20% 增长, 两个募投项目超硬复合片及预合金粉预计后年达产, 将成为公司新的利润增长点。2011-2013 年 EPS 为 0.36、0.49、0.72, 谨慎增持
投资要点:

产品种类丰富, 几乎涵盖整条产业链, 黄河旋风主营人造金刚石, 及金刚石制品, 是我国人造金刚石第二大生产企业。在强大的技术支持下, 公司新产品的推出速度大大超过业内同行, 对市场需求把握迅速而准确, 为公司持续扩大市场占有率提供了坚实的基础。

公司发展战略以单晶为中心。 黄河旋风产品结构以金刚石单晶为主。人造金刚石年产量 15 亿克拉, 产能国内第二, 市场占有率在 30-35% 之间。公司未来目标是巩固产业地位, 通过增加顶压机数量, 保持每年 20% 左右的增长 (黄河旋风预测金刚石单晶的需求增长为 20%), 毛利率水平则稳定在 30% 左右, 和行业龙头中南钻石基本持平。

预合金粉为公司一个发展重点。 黄河旋风预合金粉在技术上已经突破, 市场培育比较成熟。公司预计到 2011 年 3 季度末, 产能基本建设完毕。目前公司预合金粉月产量几十吨, 预计年内可以达到月产量 300 吨, 3 年内达到月产量 1000 吨, 预计产品的毛利率都可以达到 40% 左右, 年产值 6 亿元左右。

超硬复合片为另一个发展重点。 目前公司年产 120 万粒, 募投产能达产后达到年产 1200 万粒。此外, 黄河旋风也开始进军复合刀具市场, 目前已研发出 52mm 尺寸刀具用复合片。随技术水平进一步提升, 这块业务有望给公司带来丰厚的利润。

在两个募投项目完全达产后, 公司盈利水平有望获得质的提升。预计未来 3 年摊薄后 EPS 分别为 0.36 元、0.49 元、0.72 元, 对应 PE 分别为 46.8X、34.4X、23.3X, 给予谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	599	822	1,255	1,614	2,029
(+/-)%	-8%	37%	53%	29%	26%
经营利润 (EBIT)	94	133	210	281	362
(+/-)%	-18%	43%	57%	34%	29%
净利润	22	63	113	155	226
(+/-)%	-43%	188%	78%	38%	46%
每股净收益 (元)	0.08	0.24	0.36	0.49	0.72
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	15.6%	16.2%	16.7%	17.4%	17.8%
净资产收益率 (%)	2.1%	5.7%	6.0%	7.7%	10.1%
投入资本回报率 (%)	5.2%	6.2%	5.2%	8.0%	8.6%
EV/EBITDA	32.6	26.2	23.9	16.9	14.4
市盈率	236.7	82.2	54.0	39.2	26.9
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 17.10

上次预测:

当前价格: 16.84

2011.05.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.31-21.85
总市值 (百万元)	5,283
总股本/流通 A 股 (百万股)	314/251
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	80%
日均成交量 (百万股)	15
日均成交值 (百万元)	256

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,143
每股净资产	3.64
市净率	4.6
净负债率	93%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.04	0.08
Q2	0.04	0.09
Q3	0.06	0.11
Q4	0.10	0.08
全年	0.24	0.36

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	17%	87%
相对指数	2%	22%	84%

相关报告

模型更新时间: 2011.05.27

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

黄河旋风 (600172)

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 17.10

上次预测:

当前价格: 16.84

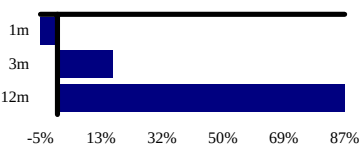
公司网址

www.hhxf.com

公司简介

公司是河南省政府重点扶持 50 家大型企业,也是少数被国家列为"火炬计划"重点高新技术企业的民营上市公司,公司拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站。公司主要生产人造金刚石和金刚石制品,主导产品有 UDS 系列金刚石压机、人造金刚石、立方氮化硼、金刚石厚膜、金刚石微粉、金刚石制品、建筑机械及自动化控制装置等。公司是国内最大的金刚石生产基地,产量居全国第一、世界前列。"旋风"牌系列产品畅销日、美、欧等发达国家及东南亚市场。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.31-21.85

市值 (百万)

5,283

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

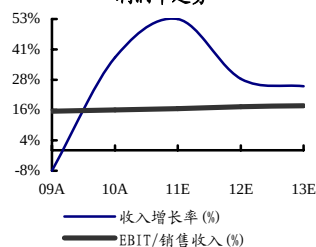
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	599	822	1,255	1,614	2,029
营业成本	424	577	878	1,106	1,381
税金及附加	0	0	0	0	1
销售费用	22	41	54	75	91
管理费用	59	71	113	152	195
EBIT	94	133	210	281	362
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	-1	-1	-1	-1
财务费用	49	62	69	86	77
营业利润	31	77	140	194	284
所得税	1	12	22	30	44
少数股东损益	8	4	8	11	15
净利润	22	63	113	155	226
货币资金、交易性金融资产	175	242	-271	350	-76
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	18	62	62	62	62
固定资产合计	1,130	1,235	1,922	1,785	1,632
无形资产及其他资产	77	52	17	16	15
资产合计	2,116	2,366	3,463	3,677	3,951
流动负债	702	759	1,153	1,198	1,227
非流动负债	333	496	441	443	446
股东权益	1,062	1,112	1,862	2,017	2,243
投入资本(IC)	1,747	1,826	3,412	2,956	3,541
NOPLAT	91	113	177	238	306
折旧与摊销	87	94	113	137	153
流动资金增量	-32	2	-887	318	-738
资本支出	-179	-358	-762	2	3
自由现金流	-33	-149	-1,360	695	-277
经营现金流	155	372	-573	705	-263
投资现金流	-178	-347	-763	1	2
融资现金流	91	42	823	-84	-166
现金流净增加额	68	67	-513	622	-427
收入增长率	-8.3%	37.3%	52.7%	28.6%	25.7%
EBIT 增长率	-17.6%	42.5%	57.4%	34.1%	28.5%
净利润增长率	-43.3%	188.0%	78.1%	37.7%	45.7%
利润率					
毛利率	29.1%	29.8%	30.0%	31.5%	31.9%
EBIT 率	15.6%	16.2%	16.7%	17.4%	17.8%
净利率	3.7%	7.7%	9.0%	9.6%	11.1%
净资产收益率(ROE)	2.1%	5.7%	6.0%	7.7%	10.1%
总资产收益率(ROA)	1.0%	2.7%	3.3%	4.2%	5.7%
投入资本回报率(ROIC)	5.2%	6.2%	5.2%	8.0%	8.6%
存货周转天数	280	220	220	220	220
应收账款周转天数	165	99	99	99	99
总资产周转天数	1248	995	848	24	25
净利润现金含量	7.06	5.88	-5.09	4.54	-1.16
资本支出/收入	30%	44%	61%	0%	0%
资产负债率	48.9%	53.0%	46.0%	44.6%	42.4%
净负债率	64.4%	69.9%	86.2%	48.7%	59.1%
PE	236.7	82.2	54.0	39.2	26.9
PB	4.9	4.7	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	32.6	26.2	23.9	16.9	14.4
P/S	8.7	6.3	4.8	3.8	3.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

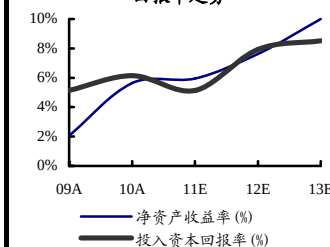
股票绝对涨幅和相对涨幅



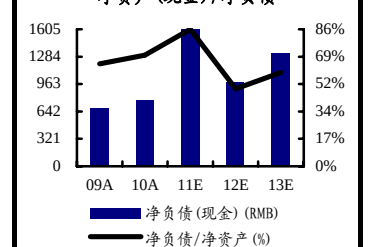
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

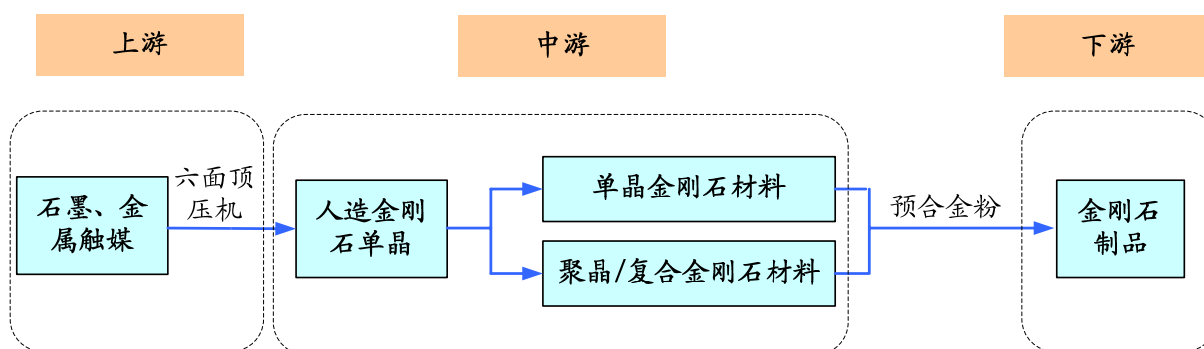


1. 产品种类丰富，几乎涵盖整条产业链

黄河旋风主营人造金刚石，及金刚石制品，是我国人造金刚石第二大生产企业，主产品有人造金刚石单晶、立方氮化硼、金刚石厚膜、金刚石微粉、金刚石复合片、预合金粉、金刚石制品等。与国内另两大人造金刚石巨头中南钻石、豫金刚石专注于人造金刚石单晶不同，黄河旋风产品种类齐全，几乎涵盖了整条金刚石产业链。

在强大的技术支持下，公司新产品的推出速度大大超过业内同行，对市场需求把握迅速而准确，为公司持续扩大市场占有率提供了坚实的基础。

图 1 人造金刚石上下游产业链



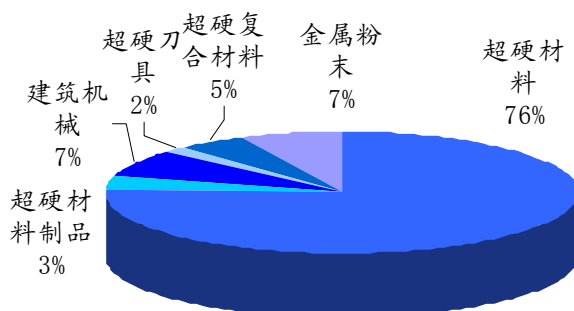
资料来源：公开资料

2. 单晶为主业，预合金粉及复合材料为有力支持

2.1. 公司以单晶生产为中心

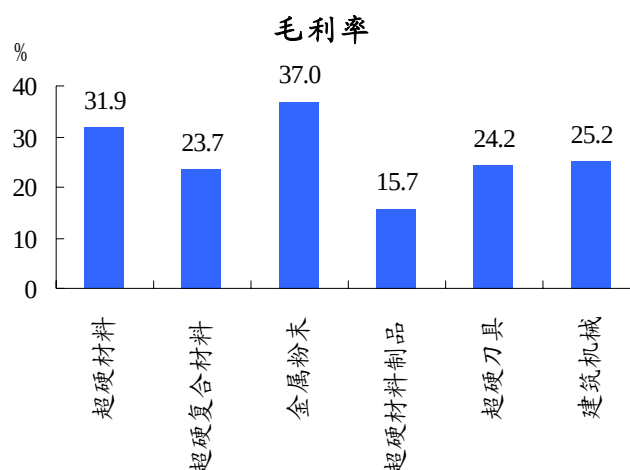
黄河旋风产品结构以金刚石单晶为主。人造金刚石年产量 15 亿克拉，产能国内第二，市场占有率在 30-35%之间。公司未来目标是巩固产业地位，通过增加顶压机数量，保持每年 20%左右的增长（黄河旋风预测人造金刚石单晶的需求增长为 20%），毛利率水平则稳定在 30%左右，和行业龙头中南钻石基本持平。

图 2 黄河旋风 2010 年产品结构



资料来源：公司年报

图 3 黄河旋风 2010 年分产品毛利率



资料来源：公司年报

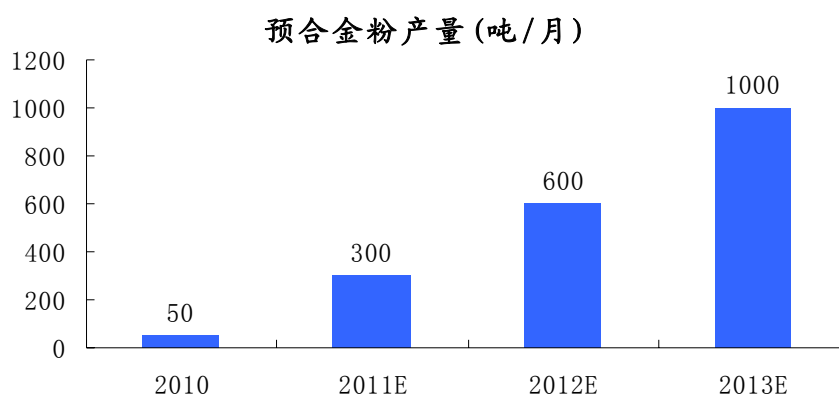
2.2. 预合金粉是一个发展重点，三年产能增长

预合金粉主要用于将金刚石单晶、聚晶材料粘结于基底上以制成金刚石制品。黄河旋风募投生产的预合金粉项目则是通过先进的技术手段，将单一金属粉末按比例混合后制成原子级别的合金粉末。

黄河旋风预合金粉在技术上已经突破，市场培育比较成熟。公司预计到 2011 年 3 季度末，产能基本建设完毕。目前公司预合金粉月产量几十吨，预计年内可以达到月产量 300 吨，3 年内达到月产量 1000 吨，预计产品的毛利率都可以达到 40% 左右，年产值 6 亿元左右。

由于金属粉末一般作为生产金刚石制品中的粘结剂使用，因此金属粉末的消费量与金刚石消费量之间有着密切关系。根据超硬材料行业协会测算，目前金属结合剂类工具占全部超硬材料制品总量的比例约为 85%，超硬材料及金属粉末在使用重量配比一般为 1:49。2009 年我国人造金刚石的产量约为 54 亿克拉（折合 1,080 吨），按上述比例计算，2009 年我国金刚石制品用金属粉末的消耗量在 44,000 吨以上。

图 4 黄河旋风预合金粉产量预测



资料来源：公司公告、国泰君安

表 1: 国内超硬材料用金属粉末消费量预测

	2010	2011E	2012E	2013E
超硬材料制品用金属粉末总体消费量	51729	59476	68431	78696
单质粉末占比	80%	60%	35%	30%
单质粉末消费量	41383	35686	23951	23609
预合金粉占比	20%	40%	65%	70%
预合金粉消费量	10346	23790	44480	55087

资料来源：国泰君安单位：吨

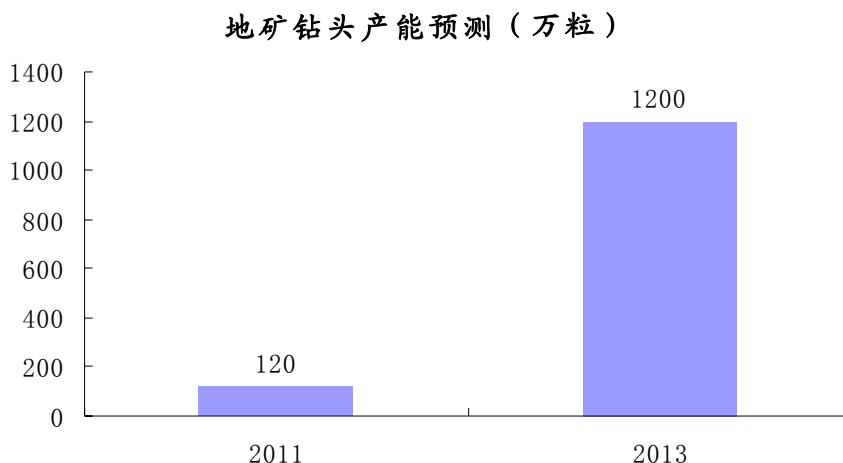
2.3. 超硬复合片是另一发展重点，三年产能增长 10 倍

地矿及石油用金刚石复合片是黄河旋风未来另一个增长重点。目前公司年产 120 万粒，募投产能投产后达到年产 1200 万粒。

地矿片 2010 年由于成品率比较低，上半年毛利率只有 18%，全年综合 25%，在成品率提高后毛利率水平将继续增长。地矿片和石油片公司计划投入 100 多台压机。

此外，黄河旋风也开始进军复合刀具市场，目前已研发出 52mm 尺寸刀具用复合片。随技术水平进一步提升，这块业务有望给公司带来丰厚的利润。

图 5 黄河旋风预合金粉产量预测



资料来源：公司公告、国泰君安

3. 盈利预测与估值

预合金粉和超硬复合片两个募投项目预计分别于 2013 年、2012 年完全达产，达产后预计产值分别为 6 亿元、5.76 亿元。根据黄河旋风金刚石单晶年增速 20% 的规划，届时黄河旋风产品结构将会发生明显变化，由过去的单晶独大发展为单晶、预合金粉及复合片三足鼎立的局面。

根据产量预测，公司 2011-2013 年黄河旋风摊薄后 EPS 分别为 0.36 元、0.49 元、0.72 元，保持高速增长，对应目前公司股价 16.84 元，PE 分别为 46.8X、34.4X、23.3X。考虑到公司本身的高速增长及所在行业发展空间较大，估值水平相对合理，给予谨慎增持评级。

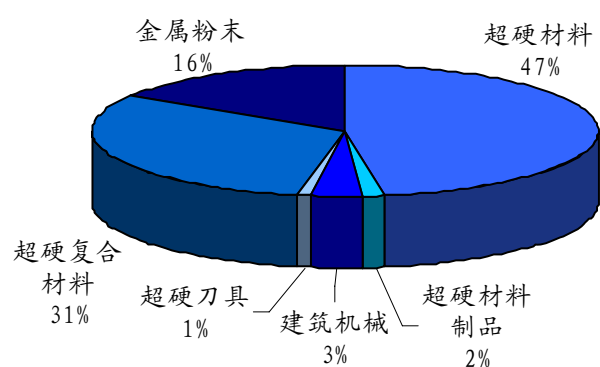
表 2：人造金刚石产品假设

	2011	2012	2013
平均售价（元/克拉）	0.45	0.43	0.41
销量（亿克拉）	18	21.6	25.92
销量增长率（%）	20.00	20.00	20.00
毛利率（%）	31.00	31.00	30.00

图 6 2012 年预计产品结构

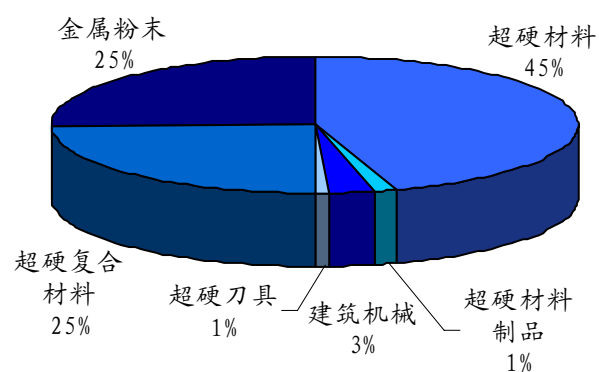
图 7 2013 年预计产品结构

2012年预计营业收入



资料来源：国泰君安

2013年预计营业收入



资料来源：国泰君安

作者简介:**桑永亮:**

执业资格证书编号: S0880511010034

电话: 021-38676052

邮箱: sangyongliang@gtjas.com

蔡鼎尧 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090104

电话: 021-38674743

邮箱: caidingyao008733@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		